



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 138 celebrada el 7 de mayo de 2009

En Santiago de Chile, a 7 de mayo de 2009, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente de Investigación Económica, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministerio de Hacienda, don Igal Magendzo Weinberger;
Economista Senior, doña Erika Arraño González;
Asesora de la Presidencia, doña Mariana García Schmidt; y
Secretario General Interino, don Juan Pablo Araya Marco.

El Presidente señor José De Gregorio da comienzo a la Reunión de Política Monetaria N° 138 indicando que la Reunión de Política Monetaria del mes de noviembre de 2009 se fija para el día 12 de dicho mes. Asimismo, señala que por la tarde la presente Sesión se reanuda a las 16:30 horas con la opinión del staff, del señor Ministro de Hacienda y de los señores Consejeros, por lo que solicita que la Minuta de Opciones del Política Monetaria sea leída individualmente en forma previa a dicha reanudación, a fin de ajustarse a la hora de término prevista para las 18:00 horas.

A continuación, el Presidente ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann Beresi para que efectúe la exposición sobre el escenario internacional.

El señor Lehmann inicia su presentación destacando, en primer lugar, que las cifras de actividad industrial muestran signo de freno en las caídas en un conjunto de economías, y de rebote en un conjunto amplio. Hace presente que la información exhibida corresponde al dato marginal observado en algunos países, esto es, mes a mes desestacionalizado. Agrega que se trata de series por niveles, con variaciones mes a mes desestacionalizadas, a partir de las cuales se aprecia claramente la abrupta caída en la producción industrial, particularmente en el caso de Japón y también de economías emergentes



productoras de bienes manufacturados como Corea. Señala que en el caso de Brasil también aparece muy marcada esta caída, sin embargo, reitera que en el margen se observan algunos rebotes. La excepción a lo anterior son algunos países desarrollados, de hecho en particular en el caso de Estados Unidos se observa una caída en el margen.

El Gerente de Análisis Internacional precisa que, en el caso de las exportaciones, la información que se presenta también está por niveles, donde enero de 2007 corresponde a cien, y de la cual se aprecia asimismo una caída importante en algunas economías a propósito de la crisis, pero en el margen, tal como en el caso de la producción industrial, se observa algún rebote particularmente en el caso de Estados Unidos y de Canadá. Por su parte, Japón aparece bastante plano y en el caso de economías emergentes se aprecian rebotes que son aún más marcados. Destaca especialmente el importante rebote observado en las exportaciones, por volumen de exportaciones, en el caso de China.

Continuando con su exposición, el señor Lehmann menciona que en materia de expectativas, tal como se ha estado comentando ampliamente por diversos analistas, se observa alguna recuperación en las percepciones hacia delante. Si bien éstas siguen situadas en niveles más bien pesimistas, de carácter negativo, existe claramente un rebote. Hace presente que son de carácter negativo, porque se ubican por debajo del pivot cincuenta en el grueso de las economías. Indica que en el caso de Corea, si bien aparece del lado derecho del eje de la gráfica exhibida, lo cierto es que todavía se encuentra dentro del ámbito más bien negativo. Añade que en el caso de la confianza de los consumidores, es posible apreciar una situación muy parecida, con caídas muy abruptas a propósito de la crisis, pero también con recuperaciones en el margen. Indica que en el día de la presente Reunión se conoció el PMI de China, el cual muestra una recuperación importante, situándose por sobre el pivote 50, lo que de alguna manera ha estado repercutiendo, como se analiza más adelante, en el precio de algunos *commodities*.

Respecto a indicadores para Estados Unidos, el Gerente de Análisis Internacional advierte que los indicadores son todavía mixtos. Lo novedoso y que ha estado impulsando a los mercados, son los datos de confianza, los cuales son más positivos de lo esperado. Así se observa también por el lado de las empresas, según los ISM manufacturero y no manufacturero que tuvieron regulaciones bastante importantes. Asimismo, la venta de casas nuevas mostró cifras por sobre lo esperado y hoy día se conocieron los datos de solicitudes de subsidio de desempleo que también están mostrando una caída y por lo tanto aparecen en línea igualmente con un ambiente algo más positivo o menos negativo.

El señor Lehmann señala que los mercados crediticios también empiezan a mostrar señales menos negativas. La tasa de créditos ha tendido más bien a estabilizarse según los últimos registros. Desde el punto de vista de las condiciones crediticias, la información disponible corresponde a los resultados de las encuestas para Estados Unidos, Zona Euro y Japón, en tanto que para el Reino Unido todavía se encuentra pendiente la entrega del resultado de la encuesta. Indica que en el caso de Estados Unidos y Zona Euro se aprecian caídas bastante importantes, observando que los bancos continúan exhibiendo condiciones crediticias más estrechas, pero respecto al trimestre anterior se muestra una situación en el margen que resulta menos restrictiva o, dicho en otros términos, algo más holgada. En el caso de Japón no ha habido mayor cambio en esta medición.

En cuanto al crecimiento, el Gerente de Análisis Internacional manifiesta que las expectativas de crecimiento han continuado ajustándose a la baja, según la información que proporciona Consensus Forecast. Destaca que en el caso de las economías desarrolladas las correcciones son bastante menores, en tanto que mucho más importantes han sido éstas para



las economías emergentes, con algún grado para América Latina, y significativamente más importante para el caso de Europa del Este. Para el año 2010 también se aprecian algunos ajustes hacia la baja, pero son de magnitudes menores.

Agrega que en lo referente a la situación hacia delante, y simplemente para dar cuenta de cómo se pudiese percibir la recuperación de la economía mundial, la gráfica que se exhibe muestra las variaciones trimestre a trimestre anualizadas, considerando las principales economías desarrolladas, Estados Unidos, Japón, Zona Euro, como también, por otra parte, a los socios comerciales. Resalta que lo se recoge a partir de esta gráfica, es que a partir del segundo semestre podrían comenzar a verse cifras de crecimiento trimestre a trimestre, anualizadas, de signo positivo para los socios comerciales. En el caso de las economías desarrolladas, todavía pudiesen continuar siendo en algún grado de signo negativo, particularmente para la Zona Euro.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco consulta si los socios comerciales que aparecen en la gráfica se encuentran ponderados en función de comercio, esto es exportaciones más importaciones, o sólo de exportaciones. Al respecto, el señor Lehman señala que comprenden sólo exportaciones.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue su presentación indicando que, en materia de inflación las proyecciones han continuado ajustándose a la baja. Destaca especialmente los ajustes en el caso de Asia. Por su parte, en el caso de Europa del Este los niveles se observan bastante planos, pero ello está muy influenciado por países como Rusia y algunos otros de la ex Unión Soviética que han mantenido niveles de inflación relativamente elevados, no obstante lo cual se aprecian también algunos ajustes, incluso en niveles bastante bajos para algunas otras economías de Europa Emergente. Respecto del año 2010 no hay mayores cambios.

En cuanto a los CDS, el señor Lehmann expresa que los CDS para Estados Unidos, Europa, Reino Unido y Japón, se han mantenido altos, sin embargo, hace presente la información extraoficial conocida en el día de ayer o en los últimos días, sobre los resultados de los *stress testing* efectuados a la banca de Estados Unidos, que darían cuenta de que los requerimientos de capital, particularmente para Citigroup y otros bancos, serían mucho menores que lo que se preveía en un algún momento. Los CDS en el día de hoy están cayendo, han tenido una caída de aproximadamente 50 puntos base para el agregado de los bancos americanos. En el caso de los bancos de otras economías desarrolladas, se ha visto también una tendencia más bien hacia la baja, pero naturalmente no de la misma magnitud. Por consiguiente, a la información que aparece presentada en la gráfica, habría que agregar una caída importante, considerando la información trascendida en el día de ayer y que se espera se corrobore con datos oficiales durante la tarde de hoy. Añade que de confirmarse los datos de los *stress testing*, el requerimiento global de capital, concentrado fundamentalmente en unos pocos bancos, sería en torno a los setenta billones de dólares de capital, adicional al que actualmente registran los bancos.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta que en relación con lo anterior, conviene tener presente algunas consideraciones. La primera, interesante, es que en el caso de *Citigroup* el requerimiento de capital alcanza en realidad aproximadamente a los 50 mil millones de dólares, sin embargo, *Citigroup* ya ha anunciado medidas para cubrir parte de su brecha de capital, lo que reduciría la estimación de los *stress test*, aparentemente, a un décimo, es decir, a 5 mil millones de dólares, fundado en que *Citigroup* cumplió de alguna manera con señalar la forma en que planea cubrir esa brecha de capital. *Bank of America*, en



cambio, no lo ha hecho, por lo tanto el dato que se conoce respecto de *Bank of America*, por sobre los treinta mil millones de dólares, aparece mucho más significativo.

Ante la consulta del Ministro de Hacienda acerca de si ese diferencial entre 50 y 5 mil millones de dólares incluye la conversión de los recursos provenientes del *Troubled Asset Relief Program* (TARP), el señor García responde que sí la considera, agregando que durante las reuniones sostenidas con analistas de *Citigroup* en Nueva York éstos manifestaban que era posible que se vendiera incluso Banamex.

Continuando con su comentario, el Gerente División de Estudio menciona que, en segundo lugar, no necesariamente los requerimientos de capital de los bancos van a ser cubiertos con los recursos inyectados por el TARP, ya que los bancos tienen hasta junio para decidir planes que les permitan ir cubriendo esos requerimientos, de manera que solamente si en ese momento existiera todavía un déficit que no haya sido cubierto, se recurrirá a los recursos del TARP.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Segio Lehmann, reanuda su exposición indicando que con respecto a las tasas de largo plazo, se observan movimientos hacia el alza, particularmente en el caso de Estados Unidos donde ha sido algo más marcado. Destaca, en especial, que el impacto de las tasas largas en Estados Unidos tuvo relación con la última reunión de la FED, donde se generó una percepción algo más positiva, por cuanto en ella se estimó que los riesgos se encontrarían más balanceados, lo cual tuvo un importante efecto, como lo muestra la gráfica, respecto de las tasas largas. También se observan aumentos en las tasas del Reino Unido. En particular, el Reino Unido anunció en el día de hoy que iba a aumentar los montos de *Credit Easing*, pero la verdad es que dicha medida no tuvo ningún impacto en las tasa largas, las que de hecho hoy día se estaban moviendo más bien al alza.

Agrega que en el caso de la Zona Euro, hoy día se observó igualmente un aumento importante en las tasas largas, lo cual se vincula, en algún grado, con el anuncio de parte del ECB de recortar la tasa, pero también con la difusión por parte del mismo del programa de *Credit Easing*, el que fue bien leído por el mercado y que de hecho, como antes se indicara, generó más bien un efecto de aumento en las tasas largas de esa Zona.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que ese último efecto aparece como extraño, ya que está bien que el programa *Credit Easing* sea bien recibido, por cuanto va a aliviar la situación financiera, pero lo lógico sería esperar que, como consecuencia de ello la tasa larga baje. Agrega que, no obstante, lo anterior se explicaría porque lo que se está haciendo en realidad es bajar las primas. En el mismo sentido, ante la consulta del Ministro señor Velasco acerca de cuál es la lógica que funda ese resultado, el Presidente y el Consejero señor Sebastián Claro comentan que el efecto fue que el precio del bono bajó, porque lo que se está haciendo es bajar la prima de los bonos corporativos.

Por su parte, el señor Lehmann menciona que la lectura que se produjo obedecería a una visión más optimista de la economía y a cambios de portafolio por parte de inversionistas, que impulsaron la tasa larga hacia arriba.

El Gerente de Análisis Internacional, continuando con su exposición, indica que respecto a las curvas, éstas han tendido a empinarse. Exhibe una gráfica donde se aprecia las diferencias entre un bono a diez años y un bono a dos años, en el caso de Estados Unidos, Zona Euro y Reino Unido, las cuales han tendido a aumentar. En cuanto a movimientos de TPM, destaca que han continuado los recortes, como lo refleja una gráfica que presenta y que muestra los cambios que hubo respecto a la última RPM, donde se observa que han continuado



los ajustes, particularmente en economías emergentes. Agrega que si bien en muchos de los países exhibidos se esperan cambios adicionales, en lo sustantivo gran parte del ajuste ya se ha completado. Ante una consulta del señor Ministro de Hacienda acerca de la gráfica, el señor Lehmann explica que la barra completa que se muestra es el nivel que tenía la TPM en septiembre de 2008 para los distintos países considerados. Agrega que la barra que aparece de color azul corresponde a la tasa esperada a diciembre de 2009, mostrando cuáles son los recortes que ya se han efectuado y cuáles los recortes que se esperan. Asimismo, menciona que, por ejemplo, en el caso particular de Israel, se espera que la tasa suba de aquí a diciembre. Añade que el ejercicio que se hizo fue comparar, simplemente, cuál es la TPM que se estima a partir de una Regla de Taylor y la TPM efectiva. Enfatiza que calculado de esa manera, la TPM aparece con signo negativo justamente para los países que están haciendo *Quantitative Easing* o *Credit easing*.

Ante una consulta del Presidente y del Consejero señor Sebastián Claro, el Gerente de Análisis Internacional señala que se ha usado la misma Regla de Taylor para todos los países, pero considerando respecto de cada uno sus propios datos y su correspondiente inflación *target*.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que de acuerdo con está gráfica Brasil aparece muy abajo respecto de la TPM esperada, al igual que Hungría, mientras que el resto de los países, por ejemplo, Colombia y México, están aún por encima.

Ante una consulta del Presidente de la razón por la cual Chile no aparece en la gráfica exhibida, el señor Lehmann indica que Chile no figura ya que para hacerlo la Gerencia encargada de su análisis tendría que aplicar la misma metodología que utiliza la Gerencia de Análisis Internacional. No obstante, señala que si Chile estuviera incluido acá aparecería con una TPM esperada de un 1%, lo cual significa que la tasa actual se encuentra por encima de la que se esperaría conforme a la Regla de Taylor.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que, a propósito de la opinión dada por Martin Wolf el día de ayer, resultaría difícil desentenderse de la tasa de interés de la FED. Comenta que si la FED tiene una tasa de interés muy alejada de su Regla de Taylor hacia abajo, y los demás países tienen una tasa de interés ajustada a sus propias Reglas de Taylor, se crea un problema cambiario más o menos complicado. Por lo tanto, según Wolf, en general, hay cierta tendencia a seguir a Estados Unidos. El Consejero señor Marfán agrega que eso es lo que Wolf opina, lo cual no significa que esté sugiriendo hacer lo mismo, ya que se está refiriendo a algunos países, dentro de los cuales no está Chile.

El Presidente señor José De Gregorio indica que una manera de racionalizar lo anterior es que la tasa neutral que muestra la Regla de Taylor depende de lo que está pasando en Estados Unidos, es decir, depende de la tasa global.

El Gerente de Análisis Internacional exhibe a continuación una gráfica, ya presentada en otras oportunidades, que da cuenta de una comparación entre el tipo de cambio real y el tipo de cambio nominal en un conjunto de países que podrían ser comparables a Chile. Destaca que a partir de ella se aprecia que los patrones de comportamiento son bastante similares, mostrando un movimiento generalizado del dólar a nivel internacional.



Respecto a mercados bursátiles, el señor Lehmann manifiesta que su comportamiento ha sido probablemente lo más llamativo en el último mes, en lo que a mercado financiero se refiere, indicando que se han observado alzas importantes en las bolsas, tanto en América Latina, Asia Emergente, Europa Emergente y en economías desarrolladas. Resalta que en la gráfica se puede apreciar claramente la fuerte caída que hubo y la recuperación parcial que se está observado hasta ahora.

Agrega que en materia de premios por riesgo, lo que se ha observado es una tendencia más bien hacia la caída que se ha estado marcando con algo más de fuerza durante el último mes producto de ajustes de portafolio y algún mayor grado de apetito por riesgo de inversionistas. Para una comparación un poco más amplia de paridades y premios por riesgo CDS, exhibe un gráfico que muestra que claramente se han producido apreciaciones en casi todas las economías con algunas excepciones menores. Se ha mantenido la barra azul que da cuenta de los movimientos respecto a septiembre de 2008. En materia de CDS se observa también algo parecido, una reversión importante en los CDS, pero respecto a septiembre del 2008 de todas maneras claramente se aprecian aumentos importantes. Hace presente que detrás de las apreciaciones de monedas y también de las alzas de bolsas de economías emergentes, existen elementos asociados a fondos de inversión que han estado tomando más posiciones en economías emergentes. Enseguida, presenta una gráfica que muestra el promedio móvil a cuatro semanas de las colocaciones o inversiones en acciones de economías emergentes y en bonos de economías emergentes. Menciona que en bonos no se ve nada muy llamativo, más bien estable, pero resalta sí un aumento importante de posiciones en acciones de economías emergentes por parte de fondos de inversión.

El señor Ministro de Hacienda consulta acerca del alcance de esa información, considerando que existe un conjunto de fondos de inversión que no tienen ninguna obligación legal ni de otro tipo, de hacer públicas sus compras. Al respecto, el señor Lehmann indica que efectivamente es información referida a un sub-conjunto de fondos, recopilada por Bloomberg y otras empresas que entregan servicios de información financiera. El Gerente de División Estudios señor Pablo García complementa indicando que se trata en todo caso de información que comprende los movimientos de un conjunto amplio de fondos que dan cuenta o reportan sus posiciones.

El Gerente División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que, no obstante tratarse de información emanada de sólo una parte de los fondos de inversión, lo cierto es que tiene una correlación a frecuencia trimestral bastante alta con el subconjunto respectivo de flujos de capitales que inyectan los fondos de inversión a las economías emergentes, de manera que es una muestra representativa. El Ministro de Hacienda señor Velasco acota que son los flujos de balanza de pagos que se conocen con mayor rezago.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta el gráfico exhibido en materia de CDS, observando que conforme al mismo el CDS de Chile aparece como uno de los que más ha aumentado dentro de una muestra bastante heterogénea, por lo que la comparación no resultaría tan obvia. Consulta si ello obedece a la inclusión del tema de CODELCO y si hay una diferencia con ex CODELCO, ya que le llama la atención dicho gráfico. El señor Lehmann señala al respecto que aquí no hay contagio por CODELCO, sino que se trata del CDS de un bono de Gobierno. El Presidente señor José De Gregorio comenta que existen dos posiciones de discusión sobre la medición del CDS, pero otro aspecto a considerar es que también depende un poco de que se mide por puntos base, de manera que se debería comparar con el nivel inicial.



El Consejero señor Manuel Marfán comenta que, aunque no tiene claro si esto se replica o no hacia los CDS, lo cierto es que el riesgo medido por las tasas de los bonos mostró un castigo a Chile al momento en que se desató la crisis, cuando había demanda por liquidez, en circunstancias que los bonos de Chile no son líquidos, pues no hay un mercado secundario importante. Por consiguiente, resulta obvio que activos que son más líquidos sean mayormente demandados en un momento de demanda por liquidez, porque otorgan la posibilidad de deshacerse en cualquier momento de los mismos. En consecuencia, plantea la interrogante de si ese sesgo, ese castigo por falta de liquidez, se traslada o no de alguna forma también a los CDS o son independientes, porque para el CDS no se necesita liquidez, sino que es para respaldar probablemente un bono que sí puede estar castigado por liquidez, y consulta si esto último es correcto o no.

El Gerente División Operaciones Financieras señala que el planteamiento anterior es correcto efectivamente. Agrega que en general puede haber transacciones para los dos lados, pero al final se cierra la operación comprando el bono físico, de modo que esa mayor iliquidez que se produce y mayor premio para el EMBI chileno, puede perfectamente afectar esto.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si ese mayor ranking relativo de Chile, de aumento del CDS, también se da en los EMBI, porque en su opinión lo que finalmente no resulta consistente, es que asociado con eso uno debiera ver una depreciación multilateral del peso, que en la práctica no se ha dado. Por lo tanto, plantea la duda de si ello obedece a que el arbitraje es malo o que en realidad el CDS no es muy informativo. El Ministro de Hacienda señor Velasco indica que lo anterior depende mucho de cómo se presente, ya que si se mostrara un gráfico de los niveles del CDS, que no midiera por puntos base sino que por porcentaje respecto a la base, se vería algo muy distinto.

Prosiguiendo con su exposición, el Gerente de Análisis Internacional exhibe un conjunto de gráficos que muestran cómo ha sido la evolución de las Bolsas en economías emergentes y desarrolladas y de EMBI en esta crisis versus la crisis asiática. Hace presente que se ajustaron los gráficos de manera de poner ambas crisis en T en el mínimo punto alcanzado en materia de evolución de bolsas que corresponde, en el caso de la crisis asiática, a septiembre del año 1998 y en el caso de esta crisis a febrero de 2009. El señor Lehmann comenta que a partir de dicha comparación se observa que en esta crisis en particular la caída de bolsas fue más violenta, aunque partió tal vez con un poco más de rezago respecto al punto referente que se está utilizando, y la recuperación ha sido más bien plana, salvo lo que se ha observado más recientemente, y si bien la evolución de dicha recuperación se encuentra pendiente se puede estimar que se parece bastante a lo que se presenta respecto de la crisis asiática, con la salvedad que en el caso de esta última empezó a ocurrir un poco antes. Añade que en el caso de las bolsas de las economías desarrolladas, éstas no se vieron afectadas por la crisis asiática, sino que las que resultaron particularmente impactadas en dicha crisis fueron las economías emergentes.

Continuando con la comparación entre ambas crisis, el señor Sergio Lehmann menciona que en materia de EMBI se ha observado un aumento bastante más moderado durante la actual crisis, básicamente porque en este caso la crisis se ha centrado en las economías desarrolladas. Resalta que en la gráfica se aprecia una baja que es indicativa de una tendencia algo más moderada, en tanto que el aumento también fue bastante menor en comparación con la crisis asiática.



El Gerente de Análisis Internacional indica que con respecto a *commodities*, se aprecia que éstos han aumentado de manera relativamente generalizada. El petróleo WTI 9%, cobre 6%, pero claramente eso también se ha observado en algunos productos alimenticios como granos y cereales. Referente a los elementos que podrían explicar la evolución del precio del cobre, destaca en primer lugar, que la relación de inventarios para consumo, si bien ha aumentado, se mantiene relativamente acotada, en la medida que se considere una trayectoria relativamente amplia de tiempo. Es decir, los inventarios de cobre siguen estando bastante bajos en relación a lo que es su promedio histórico lo cual de alguna manera le ha dado sustento al precio del cobre.

Agrega que otro aspecto importante, especialmente considerando la coyuntura, está asociado al hecho que los PMI han estado aumentando y eso hace prever una demanda por el metal que pudiese aumentar. Reitera que en el día de hoy día se conoció el PMI de China el cual es relativamente positivo. Hace presente que en la gráfica exhibida China no aparece indicado porque es PMI ponderado, no obstante, considerando a China ésta equivaldría aproximadamente al 40% del total que se indica. Precisa que en la gráfica que muestra los PMI éstos están ponderados por el consumo de cobre, donde como ya indicaba, China cumple claramente un rol importante y eso pudiese estar teniendo efecto sobre el cobre en lo más reciente. Sin embargo, hacia delante, según las proyecciones de oferta y demanda suministradas por *Copper Reserch Unit*, que de alguna manera hace un catastro de proyectos de inversión y por lo tanto aumentos en la producción de cobre hacia delante, se observa que la oferta debería estar por sobre la demanda, no obstante, la demanda comenzaría a crecer particularmente hacia fines de este año. Asimismo, la oferta debería crecer por sobre lo indicado, lo cual debería tender a aumentar los inventarios de cobre en el mediano-largo plazo y ello también le podría poner un techo a la evolución que pudiese tener el precio del cobre hacia delante, todo lo cual otorga sustento para estimar que el precio se va a mantener en torno a un US\$ 1,80 hacia delante. Precisa que US\$ 1,85 es la proyección que se tiene y promediando este año en torno a US\$ 1,80. Por su parte, el petróleo después de haber tenido una baja a fines del mes anterior ha tendido a recuperarse con fuerza en los últimos días. Añade que aplicando la metodología habitual de los futuros, se obtiene un precio promedio de 52 dólares para este año y de 64 dólares para el próximo, respectivamente.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann y a continuación solicita al Gerente Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, que exponga la parte nacional.

En relación con la última cifra sobre actividad, el señor Soto señala que la cifra del IMACEC de -0,7% estuvo influido, de manera importante, por una cierta recuperación en sectores de recursos naturales en particular EGA; por Agricultura, en particular la producción de uvas; y, además por el efecto de los días hábiles. Al respecto, indica que si la cifra antes mencionada se ajusta por estacionalidad y por efecto de los días hábiles, se ve que el nivel del IMACEC en la punta, o sea, en el dato en marzo, está en niveles más o menos estables y en niveles coherentes con los observados desde enero a la fecha.

Agrega que a nivel sectorial, no se ven todavía indicios claros de un rebote en el margen. Hay información que es un poco mixta. Por el lado de Industria, si bien el dato fue bastante negativo, se ven algunos sectores con rebote, en particular, aquéllos ligados a Inversión, que son los que más cayeron durante este episodio de crisis.



En cuanto a Comercio, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que es posible observar un rebote en mayoristas, pero algo menor en las ventas minoristas donde el índice agregado está bastante plano. Por el lado de Construcción, señala que también hay información que es más bien mixta, con adicionales en las ventas reales de materiales, una recuperación en los permisos, y el indicador sintético en general, continúa cayendo.

Por el lado de la demanda, el señor Soto menciona que se tiene el indicador coincidente que se construye con líneas de producción que muestra un cierto rebote en la punta, donde el consumo habitual podría estar exhibiendo un cierto rebote hacia delante. Señala que en contraposición a lo anterior, el consumo de durables no debería seguir presentando caídas adicionales. Sin embargo, advierte que cuando hace un par de meses, era posible advertir un cierto rebote en las importaciones de autos, con el dato de abril se puede ver que se volvió a producir una caída en dicha cifra, lo cual habla de que la debilidad en el consumo de durables se mantiene. Por otra parte, hace presente que se observaría un cierto rebote, si se consideran las importaciones reales hasta abril con proyecciones de precio. Por lo expuesto, el Gerente de Análisis Macroeconómico concluye que existe un panorama más bien mixto donde podría haber un cierto rebote en la parte habitual, y caídas adicionales en la parte durables.

En cuanto a la Inversión, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que también hay indicadores más bien mixtos. Se observa un rebote esperado en las importaciones de bienes de capital real, y precisa que en marzo hubo una caída bastante significativa que fue más allá de lo considerado. Agrega que cuando se ven los resultados de las encuestas a los empresarios, si bien se han recuperado un poco en el margen, todavía están en la zona pesimista, destacando en este episodio lo sucedido con las existencias, ya que aún se percibe que la sensación de los empresarios es que estas últimas están por sobre los niveles deseados. Ello, hace prever que podría haber desacumulaciones adicionales de existencias. Agrega que la información del catastro también se corrigió de manera importante a la baja en marzo, y menciona que algo que no había sucedido en diciembre, es que en esta ocasión salieron proyectos del *Pipeline*. Menciona que en el catastro de diciembre se habían producido postergaciones de proyectos y que esta vez salieron dos, cayendo a la baja en todo el horizonte.

Por el lado de la Construcción, el señor Soto indica que hay indicadores que pueden ser algo más positivos. En particular, señala que las ventas de viviendas han estado subiendo en los últimos meses, lo que en parte podría responder a la política agresiva de las propias empresas para tratar de liquidar sus *stocks*. Hace presente que los *stocks* han aumentado, lo que junto con el aumento de las ventas, se observa que la producción ha aumentado un poco, y los meses para agotar *stocks* han caído.

El señor Ministro de Hacienda consulta si ha aumentado la producción o si se trata de viviendas a medio construir que se terminaron.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que los meses para agotar *stocks*, coherente con este repunte en las ventas, han caído en el margen, pero que de todas maneras se mantienen en niveles bastante elevados comparados con lo que se tenían anteriormente. Indica que, en promedio, durante los últimos diez años vender los *stocks* se demoraba aproximadamente un año, y actualmente son dos años aproximadamente.



Respecto de la misma materia, el Consejero señor Sebastián Claro comenta que una manera de pensar cuándo podría venir una recuperación por el lado de la construcción es que obviamente las empresas inmobiliarias y las constructoras vuelven a stocks deseados y ello es una manera de medirlos. De este modo, comienza una recuperación, pero también debe ser bien cíclico determinar cuál es el nivel óptimo de meses de venta promedio.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto explica que en la crisis asiática, la recuperación fue a niveles más o menos comparables con los previos, e indica que ese el único antecedente que se tiene de ciclo. Aumentó efectivamente el mes para agotar stock en un momento, y después empezó a caer, pero a niveles comparables a los que traía en torno a un año más menos.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que la referida evolución de las ventas de vivienda, según lo que comenta la gente de la construcción, tiene que ver con la baja de tasas, pero también, aparentemente, con que las condiciones de los bancos se han revisado en un sentido positivo. Inicialmente, fueron muy duros y costaba mucho vender, pero en este momento, los bancos habrían también relajado en parte, y por tanto, están teniendo lugar las ventas. Agrega que si eso no existiera, sería muy difícil pensar en un aumento de ventas, aparte de lo que ha hecho la política monetaria por supuesto, de bajar tasas.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que hay elementos que se suman. Política monetaria; baja generalizada de lo que los bancos cobran, especialmente Banco Estado; y tercero, que el ahorro requerido por una familia es menor hasta 2000 UF porque subió el subsidio.

Al respecto, el Consejero señor Enrique Marshall señala que también hay un movimiento por parte de inversionistas que, según la información que ha recibido, estarían comprando 30 ó 40 departamentos en un edificio.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que la información que se presenta corresponde a datos trimestrales de Collect, que justamente refieren en parte algo que se mencionó. A fines de 2008 cayó la venta de viviendas en forma generalizada, observándose también en el último trimestre de 2008, una caída bastante significativa de las viviendas menores a 2 mil UF. Señala que parte de la recuperación de las ventas que se ha observado el primer trimestre de este año, corresponde justamente en ese segmento. Concluye que dicha información es coherente con el dato sobre permisos de edificación en que se ve un salto muy importante en permisos sobre todo en las viviendas pequeñas de hasta 2 mil UF aproximadamente.

Al respecto, el señor Ministro de Hacienda destaca que es en ese nivel donde operan los subsidios. Por ello, señala el Gerente de Análisis Macroeconómico, esta información es un poco más optimista hacia delante sobre todo porque los permisos entran en el cálculo de cuentas nacionales del sector construcción y además, porque considera una especie de promedio móvil y así, este aumento va a tener impacto en los meses venideros.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que ha recibido información sobre la existencia de un efecto de sustitución importante desde viviendas algo superior a 2 mil UF. Es decir, que hay un rango donde la gente no es que deje de comprar una casa, sino que opta por una más barata. Ello, es especialmente relevante en ese segmento, y por lo tanto, esa recuperación puede ser una sustitución desde casas que originalmente iban a ser de 3 mil UF a un aumento en el stock de construcción.



Al respecto, el Gerente de Análisis Macroeconómico precisa que de todas maneras los permisos, en la parte correspondiente al G1 -que son las casas más grandes- no se ve una caída, sino que está más o menos estable. Indica que no hay ningún indicador en la curva que esté mostrando caídas que pudiera hacernos pensar en esta sustitución de un segmento hacia otro.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que el año 1998, la recuperación fue muy apoyada por franquicias tributarias, pero que esta vez, la política monetaria está haciendo un trabajo bastante importante. Indica no recordar si en los paquetes fiscales ha habido alguna ayuda, y recalca que lo fundamental han sido los movimientos de tasas.

El señor Ministro de Hacienda comenta que esta vez ha habido un fuerte incremento de subsidios, pero para viviendas de hasta 2 mil UF, pero que no ha existido una modificación en el tratamiento tributario.

Continuando con su exposición, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que el gráfico que muestra la evolución de los PPM recoge dos aspectos. Primero, la forma como ha operado la parte automática de la política fiscal, que es el ajuste en la recaudación tributaria que está vinculado al efecto cíclico de la recaudación, y la parte que está asociada a política exógena, donde se ve que hasta fines de 2008, hubo una caída de los PPM que probablemente está asociada a la menor actividad que se registró hacia fines del año pasado, y que hacia adelante se ven caídas adicionales del PPM, probablemente vinculadas a la política fiscal.

El Presidente señor José De Gregorio consulta a qué se refiere la vinculación mencionada.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que él no sacaría demasiadas conclusiones. Primero, porque la serie no es continua, o sea, se ajusta en mayo de cada año, dependiendo de la Operación Renta y, por lo tanto, no son comparables las cifras de un año respecto a las del año anterior. Se comparan al interior del período tributario. Segundo, los PPM evolucionan de acuerdo a los ingresos brutos de las empresas. Entonces, si una empresa por alguna razón está reduciendo inventarios y, por lo tanto, está reduciendo su nivel de actividad, pero sus ventas no las está reduciendo, no se va a ver reflejado en sus PPM. Entonces, si hubo un ajuste de inventarios fuerte en este ciclo, a no ser que ya se esté revirtiendo ese ajuste de inventarios y, por lo tanto, se puede asociar ventas brutas con actividad, indica que no extraería más información de la que realmente puede proporcionar.

El señor Ministro de Hacienda señala que el cambio de la ley es a partir de febrero, por lo tanto la primera caída del mes no incorpora eso todavía. Al respecto, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que ello es más bien cíclico.

Respecto de las proyecciones, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que la estimación del IMACEC para abril es de -3,2%, con un modelo que utiliza el consumo energético efectivo del mes. Agrega que con esta proyección, si se consideran las cifras desestacionalizadas, lo que se tendría es un nivel de IMACEC que sería básicamente estable, o sea, todavía no se observaría en la proyección de abril un signo claro de rebote en la actividad.



Agrega el señor Soto que con este antecedente, más una serie de otros elementos que están detrás de esta proyección, se está ajustando la proyección para el segundo trimestre a -2,9%. Esta proyección descansa en la estimación de la actividad del primer trimestre que fue de -2%. Este -2%, se basa en los IMACEC que se publicaron hasta el día martes y lo que se observa respecto a la RPM pasada, es básicamente una corrección adicional de Industria y de Comercio, con Construcción algo más positivo de lo que se tenía en abril, dado que los indicadores de la punta son más bien mixtos y se tiene información de catastro que es algo más mala. Señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que ello lo lleva a corregir en menos la proyección hacia el segundo trimestre para el caso de Construcción, y que se corrige a la baja el segundo trimestre en Industria y Comercio, dado que son sectores que son más persistentes en el tiempo.

Agrega el señor Soto que la velocidad es -1,6%, y que el segundo trimestre es 2,8 anualizado. En cuanto a la proyección de IMACEC a abril, indica que no es evidente que haya un rebote, y que se está suponiendo que hay un rebote en la proyección. Señala que el rebote que se observa es muy pequeño y que entonces, se estaría siendo algo optimista con la proyección. En general, se está proyectando un rebote desde un valle.

El señor Ministro de Hacienda pregunta si los datos del trimestre uno incorporan la revisión de cuentas nacionales que aún no es pública. Al respecto, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que ello puede cambiar en el dato que se publica. Agrega que el PIB del primer trimestre no está cerrado. Agrega que hay alguna revisión que hacer en el sector Construcción, por ejemplo, por el lado de las obras públicas; en Codelco; y, Consumo. Indica que por ese lado, todavía hay espacio para un cierre trimestral.

El Presidente señor José De Gregorio señala que el cierre que se prevé con todas las revisiones conocidas hasta ahora, es -1,6%. Consulta que si dado lo expuesto, que de aquí al 17 de mayo, fecha en que va a ser publicado, se continuará todavía con revisiones, cuál sería la dirección de las revisiones.

Al respecto, el señor Soto señala que por el signo de los datos, hay algún margen para un par de décimas todavía a la baja. Es un dato que estará disponible la próxima semana.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las perspectivas para la demanda, ahora coherentes con las correcciones que se acaban de mostrar, son más o menos similares a las que se tenía en la RPM pasada. Una demanda que cae menos el primer trimestre y que cae un poquito más el segundo. Agrega que la corrección del segundo trimestre, principalmente por Maquinaria y Equipos, era algo optimista, por lo que se está ajustando la proyección algo a la baja, y con los datos de que se dispone hasta ahora, sobre todo por el lado Consumo, se tendría una proyección algo mejor para el primer trimestre.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta por qué se está suponiendo que hay una caída de inventarios el segundo trimestre. Al respecto, el señor Soto señala que se trata de promedios móviles anuales y que la variación negativa de existencias sería bastante menor que la que hubo en el primer trimestre. Agrega que las proyecciones que se tienen son que la variación negativa era menos intensa que la del cuarto trimestre. Por ello, hacia delante, se está suponiendo que vuelve a haber una variación negativa, pero de menor intensidad que el primer trimestre. Recién hacia el tercer trimestre, se estaría observando una acumulación de inventarios.



El Consejero señor Manuel Marfán señala que esta discusión le interesa por lo referido al ciclo. Indica tener la impresión de que la proyección puede ser incluso pesimista o a tal vez ligeramente pesimista, en el siguiente sentido, analizado bajo una lógica distinta. Si se produce primero una acumulación no deseada de inventarios, entonces se puede generar una recesión fuerte si es que se suma un *shock* con el que uno se deshace de los inventarios en exceso. Agrega que esa caída de inventarios es una reducción deseada de inventarios, lo que lo provoca. Si ello, es así, continúa el señor Consejero, no se sabe cómo interpretar esta reducción de inventarios del segundo trimestre, ya que si es una reducción no deseada, entonces lo que se produce son señales de un adelanto de un repunte bastante más fuerte hacia delante. Si es todavía una reducción deseada de inventarios, entonces se está hablando de otra cosa, pero advierte que no se cuenta con buenas cifras de inventarios, sin que esto último sea una crítica a la Gerencia de División Estadísticas,

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que la única evidencia disponible es la encuesta que para el mes de abril todavía muestra que los inventarios están por sobre lo deseado.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que si las caídas de inventarios empiezan a ser no deseadas, las primeras, las que están acompañadas del bajón y el *chantón*, son deseadas y luego, las caídas de inventario empiezan a ser no deseadas. Lo que no se sabe es si ello es un adelanto de que el repunte que viene después es mucho más rápido de lo que se pensaba. Agrega que si esa fuese la interpretación, entonces estas observaciones serían más bien pesimistas que optimistas. Precisa también que está matizando la observación que hizo el señor Soto en cuanto a que las proyecciones son más bien optimistas. En opinión del Consejero señor Marfán, a lo mejor son más bien pesimistas, y que a lo mejor se está en un proceso de aceleración.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que las velocidades del segundo trimestre que se están proyectando, es de 2,8%, que corresponde en parte en Recursos Naturales y en parte, sectores Resto. Precisa que como se explicó anteriormente, el dato de marzo para Industria y Comercio fue peor de lo que se esperaba. Por lo tanto, se espera que la recuperación sea un poco más lenta el segundo trimestre, lo que se compensa en parte por Construcción. Comparando con lo que sucedió en el ciclo 1998-1999, se observa que por el lado del Consumo, la desaceleración por ejemplo de durable, es de una magnitud relativamente comparable con lo que pasó en ese episodio, aunque quizás algo menos intensa. Hacia delante se supone –estas son proyecciones- que hay un rebote en el consumo habitual. También se está corrigiendo un poco a la baja la corrección de Maquinaria y Equipo, respecto a abril que era algo optimista. Se supone que esto seguía plano, aunque en realidad, piensa que puede seguir cayendo todavía algo más en el margen, siendo lo más relevante que el sector Construcción y Obra es el que está sosteniendo la demanda. Está evitando que caiga tanto como cayó en el ciclo 1998-1999.

Respecto del Empleo, el señor Soto informa que, en términos interanuales, se observa una caída de -0,5% en el dato hasta marzo. Con ello, la tasa de desempleo se ubicó en algo por sobre 9%, de acuerdo con las cifras del INE; la cifra desestacionalizada llegó a 9,3%, con una evolución mes a mes del empleo con caídas adicionales en el margen. Respecto de los salarios, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que crecieron algo más que en febrero, lo que se explicaría por cosas estacionales que ocurren en algunos sectores en particular. En Educación, por ejemplo, los salarios crecen en marzo, al igual que en algunas cosas de Minería. Sin embargo, si se observa el costo de la mano de obra en los sectores X, las variaciones son bastante pequeñas, al igual que los IREM X. Con esto, entonces los salarios reales siguen subiendo, esto es hasta marzo, incidido por las deflaciones



que se presentaron desde diciembre en adelante, y si se ajusta el crecimiento de los salarios nominales por patrones de indexación más o menos históricos, se tiene que están relativamente en línea, o sea, no se ve una aceleración ni una caída adicional en los salarios, respecto a este patrón de indexación. En cuanto al dato de IPC, éste fue negativo nuevamente después de uno positivo en marzo. Menciona que la caída fue generalizada en casi todos los rubros, destacando sí caídas importantes en precios asociados a bienes de consumo durable. Precisa que con este registro de inflación, se tienen velocidades que están claramente por debajo de tres, cercanas a cero y, en algunos casos, velocidades negativas. Señala que lo mismo se observa en una serie de indicadores de inflación subyacente que están con velocidades que no son consistentes con la convergencia de la meta de 3%.

Respecto de la proyección de inflación, el Gerente de Análisis Macroeconómico destaca que existen muchos signos negativos. Informa que las caídas más importantes se produjeron en equipamiento de vivienda, que está asociado a algunos bienes de consumo durable como computadores, etc., a liquidaciones de vestuario que no se tienen contempladas en esta época del año. Agrega que la Gerencia asume un patrón de estacionalidad donde en esta época del año, se deberían ver aumentos de precio, mientras que lo que hubo fueron liquidaciones.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si lo anterior tiene que ver con el problema de estacionalizar el vestuario. Al respecto, el Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que el patrón que se supone para precio del vestuario considera tener liquidaciones en fines de temporada y no en esta época. En el mismo sentido, el señor Soto agrega que existen algunas tiendas que han tenido problemas financieros. Agrega que los ítems indexados a inflación pasada también están teniendo incidencias negativas, como por ejemplo, los arriendos. Ello, comienza a tener un impacto de persistencia en los nuevos registros. Señala que lo que sorprendió al alza fue salud, lo que no está asociado a los medicamentos sino que a los servicios de salud, en aspectos puntuales como salarios.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señaló que el error de proyección fue de aproximadamente cinco décimas. Agrega que hacia delante, están corrigiendo combustible un poco hacia arriba más por la trayectoria de la gasolina que por el precio del petróleo. Indica que la trayectoria de gasolina ha sido algo mayor que la que se preveía antes sobre todo hacia el final del horizonte de proyección. En cuanto a perecibles, el señor Soto señala que éstos presentan una trayectoria algo más baja, justamente por el dato, sorpresivo de este mes, de la baja en frutas y verduras. Por lo tanto, señala que se está corrigiendo en algo a la baja la trayectoria de frutas y verduras hacia delante. Agrega que una reflexión como supuesto de trabajo importante, es que a partir de junio se empieza a devolver el Impuesto Específico a los Combustibles, provocando un aumento en el precio de éstos de aproximadamente 100 pesos hasta septiembre u octubre aproximadamente, para luego comenzar a operar el precio de acuerdo a la banda de estabilización del precio de los combustibles. Con estos antecedentes, el señor Claudio Soto señala que se estaría llegando a una inflación negativa en octubre de -0,6%, con inflaciones del IPCX1 muy bajas hacia delante y, probablemente, con una variación mensual negativa en mayo. Aclara que esta proyección se realizó con los datos que llegaron durante la mañana correspondiente a la presente Reunión, por lo que no dispuso de demasiado tiempo para analizarla. En su opinión personal, esta proyección estaría algo sesgada al alza en términos de inflación, y podría ser que se tenga menos inflación hacia delante.



El Presidente señor José De Gregorio señala que mañana se va a contar con una proyección más definitiva. Indica que entre noviembre y diciembre, la inflación acumulada fue aproximadamente -1,3%, lo que quiere decir que noviembre y diciembre del año pasado es -1,3%, con lo cual podría subir en 1,3% si la inflación es 0% en ambos meses. El año terminaría con 0,7%. Señala que lo anterior sería bajo el supuesto antes mencionado sobre el Impuesto Específico a los Combustibles, ya que en el escenario alternativo, el resultado sería casi 0% a fin de año.

El señor Ministro de Hacienda señala que, en relación al referido impuesto específico, tiene la impresión que si se gatilla o no se gatilla es un problema de *shock* de oferta, y que en un horizonte de veinticuatro meses, podría afectar solamente por la lógica de indexación o efectos de rezago de la inflación, pero a la larga no debiera afectar eso. Agrega que en el corto plazo si la inflación es más baja las tasas de interés reales son más altas, para una misma tasa de interés nominal es más alta durante algún período de tiempo. Por ello, la implicancia para política monetaria sería un ajuste por el principio de Taylor. Agrega que como sea uno lo mida, quisiera saber cuánto de la desaceleración de la inflación también es inflación de demanda producto de la debilidad del ciclo. Consulta si eso es lo que se vería en el IPCX1.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que esa baja a 2% en el IPCX1, es en parte por el ciclo, pero también porque dejaron de ocurrir *shocks* al alza que afectaron, por ejemplo, los alimentos, que están saliendo, ya que dejaron de ocurrir.

Al respecto, el señor Presidente señor José De Gregorio señala que lo correcto sería mirar la velocidad de la inflación en el margen.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala su intención de destacar que en mayo se estaría en la meta en el IPC total, y que en junio se podría estar por debajo del rango de tolerancia.

En cuanto a los mercados financieros, el señor Claudio Soto menciona que, en general, las tasas están más o menos en línea con lo observado en la última RPM. Sin embargo, destaca el fuerte aumento que se produjo en las tasas el martes pasado con el anuncio del IMACEC. Informa que al día siguiente retrocedieron de manera importante, sobre todo la tasa del BCP2 que fue la que más saltó. Agrega que las tasas reales también han estado más o menos en línea, excepto del BCU-2, que ha caído adicionalmente hacia delante y la del BCU-5 que, por otra parte, ha estado seriamente al alza, respecto de la última RPM.

Al respecto, el Presidente señor José De Gregorio agrega que hoy el BCP estaba cayendo y el BCU subiendo. Por su parte, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón comenta que todas las tasas estaban cayendo, salvo el BCU-2, debido a la inflación negativa.

Continuando con su exposición, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las tasas de colocaciones han seguido disminuyendo. Indica que por lo menos la tasa de colocación a 30-90 está en niveles comparables con los que se tenía antes de que empezara a desarrollarse la crisis financiera a mediados del 2007. Asimismo, indica que las tasas de consumo están algo más altas que lo que se tenía en esos niveles, pero obviamente más bajas, destacando la caída importante de la última semana en las tasas de consumo de 90-360. Por su parte, las tasas hipotecarias también han seguido cayendo, siendo las más relevantes las correspondientes a los créditos hipotecarios.



En cuanto a las colocaciones, el señor Claudio Soto señala que se observa que siguen creciendo a tasas bastante menores que las que venían registrando, pero todavía con una variación positiva mes a mes.

Respecto a la Bolsa, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que ha aumentado, en línea con las otras bolsas del mundo.

En cuanto a los agregados monetarios, el señor Claudio Soto destaca un rebote importante en el M1 en la variación en los últimos dos registros. Al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán señala que no se cuenta con una demanda nocional de M1 para analizar la diferencia de los agregados monetarios porque esa es la que importa. Por su parte, el Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que se dispone de una que se ha presentado en otras ocasiones. La que se presenta es una demanda a saldos M1, muy por encima de lo que daba la ecuación sobre todo el período de *boom*, con una reversión muy brusca en los últimos meses a un nivel de demanda que es más acorde con el nivel.

Respecto a las expectativas de inflación, el señor Claudio Soto señala que, con vaivenes, están más largas, 100 más o menos estables, algo por sobre la meta y la 1 en 1 continúa por debajo de la meta en algo así como 2%, 3% ó 2,4%. Las de más largo plazo ya estaban ancladas en la encuesta de la Reunión pasada en 3%.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que el mercado está esperando inflaciones un poco más arriba de lo que el Banco estaba indicando en sus proyecciones, tanto en el corto como en el mediano plazo.

Siendo las 13:00 horas, el Presidente señor José De Gregorio pone término a la sesión de la mañana de la Reunión de Política Monetaria y comunica que la parte de la tarde se reanuda a las 16:30 horas.

Siendo las 16:30 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 138.

El Presidente señor José De Gregorio señala que, de acuerdo a lo anunciado en la mañana, por esta ocasión se omitirá la exposición de la Minuta de Opciones de Política Monetaria, cuya lectura se solicitó realizar en forma individual y previa a esta reanudación, con el objeto de ajustarse al horario programado para el término de la presente Sesión. Sin perjuicio de lo anterior, se acuerda dejar constancia en el Acta del texto de la Minuta, el cual se transcribe a continuación:

“En la última RPM, el Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria hasta 1,75% anual, señalando que esta decisión aproximaba la tasa de política a un nivel coherente con el entorno macroeconómico y sus riesgos, estimándose, en todo caso, que podrían ser necesarias reducciones adicionales de la TPM.

Desde dicha reunión, las principales noticias que se han acumulado son las siguientes:

En el ámbito externo, los mercados accionarios siguen mostrando retornos favorables, a pesar de la ocurrencia de eventos potencialmente negativos para la confianza, como el brote de gripe AH1N1. La volatilidad no ha vuelto a aumentar, pero las condiciones crediticias en el mundo desarrollado siguen estrechas.



Se ha tendido a asentar un panorama de precios de *commodities* más elevados que a principios de año. Aunque las visiones de consenso siguen mostrando perspectivas de debilidad, en el margen se siguen apreciando signos de estabilización de las condiciones cíclicas o incluso de repunte en la actividad industrial y exportaciones en algunas economías asiáticas.

Localmente, el peso ha tendido a apreciarse y las tasas de interés de largo plazo han aumentado. Se continúa observando un entorno favorable para la emisión de bonos corporativos, y las tasas de colocación bancarias han continuado descendiendo. De todos modos, los estándares crediticios siguen siendo relativamente restrictivos y el ritmo de expansión del crédito es aún moderado.

Las proyecciones de actividad para el primer trimestre se han revisado al alza respecto de la última RPM. Sin embargo, ello no modifica de manera significativa el panorama de expansión para el primer semestre, aunque por primera vez desde hace un par de trimestres no se revisa nuevamente a la baja. La demanda interna continúa, sin embargo, en niveles reducidos.

La inflación de abril estuvo bastante por debajo de las proyecciones, con una evolución en general por debajo de lo previsto y con cierto quiebre en los patrones habituales de estacionalidad. Las medidas de expectativas de inflación se mantienen en niveles coherentes con la meta hacia el mediano plazo, a pesar de las perspectivas de variación interanual del IPC muy reducidas hacia el segundo semestre de este año.

Antes de conocerse el registro de inflación para abril, las distintas medidas de expectativas para la TPM anticipaban un nivel mínimo de entre 1% - 1,5% para los próximos meses, con aumentos a partir de principios del próximo año. Estas perspectivas para la TPM estaban probablemente influidas por la información más reciente para el IMACEC, así como por el entorno financiero global menos deteriorado. La información del IPC de abril no ha alcanzado a modificar todavía las perspectivas privadas para la TPM y la inflación, aunque dada la magnitud de la sorpresa es razonable esperar que sí lo haga eventualmente.

Un antecedente central para esta reunión son las perspectivas y proyecciones contenidas en los borradores y reuniones asociadas al proceso de elaboración del *Informe de Política Monetaria* de mayo. Usando como supuesto metodológico para las proyecciones de crecimiento el promedio de las trayectorias proyectadas bajo distintos supuestos de velocidad de repunte del PIB hacia el segundo semestre, se obtiene un nivel para la TPM del orden de 1% hacia el tercer trimestre de este año. Dado lo anterior, junto con los antecedentes coyunturales y las expectativas privadas, se considera que las opciones de política monetaria más plausibles para esta reunión son una reducción de 25pb o una reducción de 50pb.

En primer lugar, en esta oportunidad la magnitud de la reducción está fuertemente determinada por el punto más bajo del ciclo de tasas que se considere adecuado para esta coyuntura. Mecánicamente, mientras menor sea dicho nivel, mayor debería ser el movimiento de la TPM en esta ocasión. Por ejemplo, si se considera que lo más probable es que el nivel de la TPM más reducido que se alcanzará se ubica algo por encima de 1%, una reducción de 25pb parecería ser la adecuada, mientras que si el nivel más reducido está por debajo de 1%, entonces una reducción de 50pb es lo recomendable. Este argumento descansa en el supuesto de que es mejor alcanzar antes que después el nivel adecuado para la TPM, dada la agresividad de los movimientos entre enero y marzo. Debido a que habitualmente se considera más conveniente realizar movimientos de política que converjan gradualmente al nivel de la TPM objetivo, una reducción de 25pb dará la señal de que este nivel es mayor que si



la reducción es de 50pb, a menos que se cambie de manera significativa el sesgo hacia delante.

En todo caso, dada la configuración de proyecciones contempladas para este *Informe*, no parece probable que luego de la decisión de hoy, sea esta de una reducción de 25pb o de 50pb, se puedan descartar reducciones adicionales. Como se mencionó, el promedio de proyecciones del escenario base del *Informe* considera un nivel mínimo para este ciclo de la TPM más bien en torno a 1%, por lo que incluso luego de una reducción de 50pb no se puede descartar una reducción adicional.

En segundo lugar, es más relevante que en otras RPM considerar en esta ocasión el efecto que tenga la decisión de hoy en la estructura de tasas y en las expectativas de TPM futura. En efecto, más allá de la magnitud de la decisión de hoy, las trayectorias para la TPM en escenarios de crecimiento que consideran el promedio de las proyecciones discutidas en reuniones del IPoM llevan a una senda para la TPM por debajo de lo que espera el mercado. Esto, inevitablemente lleva a evaluar dicha trayectoria implícita en los precios de activos. Por una parte, el empinamiento de la estructura de tasas hacia el mediano plazo es indicativo del efecto de la menor incertidumbre global sobre los precios de activos en Chile. Por otro lado, las perspectivas de brechas y de inflación consideradas en el promedio de las proyecciones de escenarios sugiere presiones desinflacionarias que son relevantes. Por ello, validar el diagnóstico de mercado, en el sentido de que en algunos trimestres más se pueda iniciar un proceso sostenido de normalización monetaria, es por ahora aventurado, a menos que se considere que efectivamente la economía tomará pronto un repunte sustancial.

Por lo anterior, la decisión de política de hoy debe vincularse con el diagnóstico global de política monetaria contenido en el próximo IPoM. No es evidente que una reducción de 25pb, a menos que se agregue un sesgo muy explícito, sea plenamente congruente con un escenario donde se señale que la trayectoria hacia delante es más plana que la considerada por el mercado. En todo caso, este último diagnóstico se considerará una vez definida la decisión de hoy.

Al igual que en otras ocasiones, existen consideraciones comunicacionales y tácticas. En términos de lo que espera el mercado para esta reunión en particular, no parece que una reducción de 25pb o 50pb sea de por sí sorpresiva. Lo que probablemente sí sorprenda al mercado es si la decisión de hoy, cualquiera que ella sea, no considera un sesgo hacia delante. Por otro lado, el mercado naturalmente leerá de la decisión de hoy la dirección gruesa del mensaje del próximo *Informe*, en particular en lo referente a la evolución esperada de las holguras de capacidad y de la inflación hacia el 2010."

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra a los asistentes para que entreguen su opinión, respecto de la Minuta sobre Opciones.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón indicó que comparte las Opciones presentadas por la Gerencia de División Estudios, las que sugieren una reducción de la TPM de 25 ó 50 puntos base para esta Reunión.

Señala que por el lado del crecimiento, las perspectivas son negativas. El -0,7% se explica por un cambio normativo en Estados Unidos que se le suma más bien cinco veces, y que probablemente va a restar para el próximo periodo. Por el lado de la inflación, que es más relevante incluso, el dato negativo del mes de abril y las perspectivas futuras, entregan un sesgo hacia la baja y por ello, no podría descartarse la presencia de un rango negativo hacia el tercer trimestre.



Por lo expuesto, el señor de Ramón señala que su recomendación al Consejo es bajar la TPM en 50 puntos base, manteniendo el paso que ha tenido desde la Reunión pasada.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan hace presente su interés por agregar algunos comentarios. En su opinión, es importante considerar en la decisión que debe adoptarse en esta Reunión, que las condiciones crediticias de la economía siguen siendo bastante más contractivas que lo que sugiere la tasa de instancia monetaria. Lo anterior, se explica por cuanto los *spreads* entre las tasa de libre riesgo y las tasas de captación de la banca a más largo plazo reflejada por los bonos o por las letras bancarias, se mantienen en niveles relativamente altos, por sobre 200 puntos base. Por otra parte, los *spreads* entre las tasas de captación y colocación a plazos similares y condiciones de reajustabilidad similares, también permanecen relativamente altos a pesar de las bajas en los meses recientes. A modo de ejemplo, menciona que el *spread* entre la tasa de captación y colocación a 180 días nominal está en 300 puntos base, siendo que el año pasado a igual fecha, se ubicaba cerca de los 100 puntos base. Entonces, en su opinión, se debe tener en cuenta que dada una expectativa de tasa de referencia hacia delante, las condiciones de refinanciamiento son más restrictivas. Enseguida, señala que el panorama extranjero, en términos financieros, no parece mejorar. Mes tras mes se observa como caen las proyecciones, en particular las privadas. En su opinión, lo anterior, sería un signo que en realidad el impacto de la economía real está siendo algo mayor al esperado originalmente y, en ese sentido, existe un deterioro respecto a la Reunión de Política Monetaria anterior.

Finalmente, el señor Cowan indica que la información que entrega la Gerencia de División Estudios sugiere que en el flanco interno corresponde tener bastante cautela respecto al rebote del *bottom in out*. Asimismo, los datos de inversión y de consumo durable todavía sugieren que la mejora o una posible mejora es incierta o incipiente. En su opinión, los tres puntos antes mencionados (condiciones crediticias efectivas, el mayor potencial impacto real de la crisis internacional en las economías mundiales y estas incipientes señales) sugieren que el Consejo debiera bajar la TPM en 50 puntos base en esta Reunión.

Siendo las 16:45 horas, se integra a la Reunión de Política Monetaria el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala compartir el análisis que presenta la Minuta de Opciones en cuanto a su diagnóstico. Indica que a diferencia de anteriores Reuniones de Política Monetaria, donde se produjeron cambios bruscos y, en algunos casos, dramáticos, entre lo que se había proyectado para la economía mundial y nacional y lo que finalmente ocurría, en esta Reunión, parecería que las innovaciones en la información disponible son bastante menores que en ocasiones anteriores.

El señor Ministro señala también que la evidencia es mixta y que comparte lo que alcanzó a escuchar de la exposición del señor Gerente de División Política Financiera. Indica que personalmente lo expresaría del siguiente modo. Señala que hay algunos indicadores que efectivamente aparecerían en Estados Unidos y en Chile, el efecto de segunda derivada, lo que no hay que menospreciar. Al mismo tiempo, se sabe que existen grados de incertidumbre variables como por ejemplo la inversión, respecto de la cual aún es muy temprano para tener mayores certezas, pero considera que sí hay indicaciones de que el conjunto de las acciones de política fiscal, monetaria, financiera y espera que de aquí en adelante, también las intervenciones pro empleo tengan un efecto. Dicho lo anterior, el señor Ministro de Hacienda agrega que es evidente que el contexto de la economía chilena sigue siendo difícil y por ello no ve razones para variar el diagnóstico y el consenso de la línea de acción que, en ocasiones anteriores, había trazado el Consejo, incluida la trayectoria de un ~~lanzamiento~~ monetario hasta

relajamiento



que se llegara a una tasa menor, tanto en términos nominales como reales a la que hoy día está vigente. Por lo expuesto, el señor Ministro de Hacienda señala que también se inclina por una reducción de la TPM. Agrega que ve con preocupación la trayectoria de las tasas largas y señala no tener un diagnóstico personal que la explique, pero que lo pondría como tema de discusión a futuro.

El Presidente señor José De Gregorio agradece las opiniones de los señores Gerentes de División del Banco y del señor Ministro de Hacienda; y solicita al Consejero señor Sebastián Claro comenzar con la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que después de varios meses de noticias negativas, la decisión de hoy se da en un contexto en que se consolidan los datos que sugieren estabilidad en la caída de la actividad mundial. Indica que distintos indicadores, especialmente los precios de activos tanto en Chile como en el mundo dan indicios que existe una expectativa de recuperación a mediano plazo. Agrega que aunque todavía existen dudas sobre la velocidad de la recuperación – sin obviamente poder descartar escenarios más negativos –, su interpretación es que en las últimas semanas se ha producido un cambio de tendencia importante.

En el plano interno, el Consejero señor Claro destaca la sorpresa de las cifras de inflación. Con ello, se confirma la rápida caída de la inflación, que debiera llegar a niveles muy bajos durante el tercer trimestre para converger a 3% hacia fines del año 2010; y, aún más importante, el tamaño del ajuste en el gasto observado en los últimos 6 meses. Agrega que con todo, las cifras de inflación subyacente corregidas por los ajustes metodológicos introducidos en la medición del IPC en los últimos meses, entregan un panorama de desinflación importante, pero bastante más gradual que el IPC.

En el ámbito internacional, el Consejero señor Sebastián Claro destaca dos puntos. En primer lugar, que los datos tanto de actividad como de precios de activos en Estados Unidos son auspiciosos. Al respecto, señala que estas cifras todavía no dan luces respecto de la velocidad de recuperación que podrían mostrar las economías desarrolladas, pero son elementos positivos consecuentes con el aumento en precios de activos y con las mejores perspectivas observadas en Chile. Por otra parte, reitera sus dudas sobre el mecanismo de pruebas de tensión implementado en los Estados Unidos, ya que su difusión e impacto constituyen una fuente de incertidumbre importante. La determinación de falta de capital basado en modelos elaborados con tanta anticipación, altamente arbitrarios, y con demoras en su entrega, pueden generar ruido en el sistema financiero que ha demostrado ser particularmente sensible a estas noticias.

Comenta el señor Consejero que dados los niveles de la Tasa de Política Monetaria y las perspectivas de inflación, la División de Estudios sugiere, y en línea con lo esperado por el mercado, que el nivel al cual se debiera estabilizar la Tasa de Política Monetaria es inferior al actual. Al respecto, señala que las estimaciones van entre 25 puntos base y 75 puntos base menos. Por ello, las alternativas de 25 puntos base y 50 puntos base se enmarcan en este contexto.

En su opinión, dados los niveles de *spreads* en las tasas de interés, este rango para la Tasa de Política Monetaria la hace menos expansiva que los niveles equivalentes alcanzados en periodos anteriores donde el nivel de expansividad de la política monetaria era significativamente mayor. En este sentido, indica que parece adecuado avanzar en el margen hacia una política monetaria más expansiva dada las menores expectativas de inflación y actividad.



Continuando con su exposición, el Consejero señor Sebastián Claro señala que la decisión de hoy está gobernada por la decisión acerca de la trayectoria de tasas que el Banco espera comunicar al mercado en el contexto del *IPoM*. En términos generales, la trayectoria de tasas de mercado no difiere significativamente del escenario base del *IPoM*, por lo menos en el corto plazo. Asimismo, las perspectivas para la actividad están también en rangos esperados por el mercado, aunque en el margen algo por sobre las expectativas de mercado. Indica que lo anterior consiste en recalcar lo fundamental de la consistencia y coherencia de la comunicación del Banco. En efecto, precisa que no es aconsejable sugerir una trayectoria de tasas significativamente menor a la del mercado si se considera que la actividad y la inflación van a tener una trayectoria similar – sino algo por arriba - a la esperada por el mercado. Al respecto, advierte que se corren dos riesgos: (a) se debilitan las perspectivas sobre recuperación de la actividad que se tiene y que se quiere comunicar, decisión que no sería fácil de interpretar; y (b) se arriesga un empinamiento de la curva de rendimiento dada la necesidad futura de tener que subir tasas. Destaca que el mercado ya está marcando alzas muy moderadas de la tasa a partir del último trimestre de este año – lo que no necesariamente está en el escenario base –, en un contexto de mejores expectativas. Señala que si estas mejores expectativas se consolidan y nuestra decisión se aleja en el corto plazo de lo esperado por el mercado, las tasas largas podrían subir y limitar el impulso monetario deseado. Señala que el Banco debe ser cauteloso en no sobre reaccionar con la tasa corta para no inducir así aumentos mayores en las tasas largas.

Por lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro considera que las alternativas de bajar 25 puntos base y mantener el sesgo, o bajar 50 puntos base y remover el sesgo son equivalentes. Por el contrario, eliminar totalmente el sesgo le parece poco creíble, y no se está en condiciones de hacerlo. Sin embargo, una reducción de 50 puntos base sin un cambio significativo en el sesgo, entrega una señal confusa al mercado en conjunto con las proyecciones de inflación y actividad del *IPoM*.

Agrega que su preferencia es por reducir la TPM en 50 puntos base, y modificar el sesgo, el que debe dar espacio para una baja en el futuro, pero también que sea lo suficientemente amplio como permitir una postergación de esa baja o simplemente no efectuarla. En todo caso, advierte que lo más importante es que se deje claro que la tasa debiera permanecer a niveles similares a los actuales por el tiempo necesario para cumplir con los objetivos de inflación del banco.

En consecuencia, el Consejero señor Sebastián Claro vota por reducir la TPM en 50 puntos base.

El Consejero señor Enrique Marshall agradece como de costumbre al *staff* el apoyo brindado en esta ocasión.

Hace presente que a esta Reunión se llega después de completar la preparación del próximo *IPoM*, lo que permite adoptar la decisión de política monetaria sobre la base de un análisis mucho más comprensivo que el habitual y que incluye un ejercicio completo de proyecciones de mediano plazo.

Al respecto, menciona que el escenario macro sigue mostrando en lo fundamental un sello adverso, donde si bien han surgido algunas noticias alentadoras, deben ser monitoreadas con atención antes de extraer conclusiones.



En el frente externo, los mercados financieros denotan una mayor inclinación por riesgo, en tanto que los precios de las materias primas han vuelto a subir. Por su parte, las proyecciones de crecimiento han dejado de observar correcciones a la baja de la magnitud registrada en meses anteriores. Con todo, el Consejero señor Marshall hace presente que los riesgos siguen siendo altos. Menciona también que particularmente crítica sigue siendo la recuperación de la solvencia de los bancos y la estabilización de los flujos crediticios.

En el frente interno, los mercados financieros domésticos muestran, en general, una gradual normalización, que se ha visto apoyada por el accionar de la Política Monetaria. Las tasas de interés enfrentadas por los clientes observan un buen grado de traspaso de las rebajas en la Tasa de Política Monetaria, a lo que se agrega que las condiciones de acceso no se han seguido endureciendo y que incluso existen algunos indicios que se habrían suavizado en el margen. El Consejero señor Marshall hace presente que lo anterior podría responder a una reacción de los bancos frente a la fuerte caída en la demanda por financiamiento.

Por otra parte, el mercado de bonos muestra un importante volumen de actividad, debido al interés de las empresas por sustituir fuentes de financiamiento externas por internas. Ello, podría estar poniendo presión sobre las tasas de largo plazo.

Agrega el señor Marshall que si bien el último IMACEC resultó mejor de lo esperado, el panorama en materia de actividad no ha cambiado sustancialmente. Destaca que dicho panorama continúa muy marcado por la caída observada en el tercer trimestre del año pasado y por la debilidad de la demanda interna. Por todo ello, las proyecciones para el año en su conjunto no son halagüeñas. En el escenario más probable, las holguras de capacidad se mantendrán en niveles elevados por un período de tiempo prolongado.

El mercado laboral se ha deteriorado y está reflejando con creciente intensidad los efectos del actual cuadro macro. Sin perjuicio del alivio que tendrán las acciones recientemente anunciadas por el Gobierno, lo más probable es que no se tengan buenas noticias sobre esta materia en los próximos meses.

En cuanto a la inflación, el Consejero señor Enrique Marshall señala que la cifra recién conocida, que sorprendió a la baja, reafirma una fuerte tendencia descendente y las perspectivas de un panorama con índices bastante bajos hacia delante. Por su parte, las remuneraciones siguen también una tendencia descendente, congruente con el comportamiento de la inflación.

Destaca el señor Consejero que el mercado anticipa nuevos recortes en la Tasa de Política Monetaria en los próximos meses, ubicando el piso en alrededor de 1,25%, algo más abajo que hace un mes atrás. Para esta Reunión, se esperaba una rebaja de 25 puntos base, antes de conocer la cifra de inflación de este mes y, que probablemente una vez conocida la última cifra, la expectativa de un recorte de 50 puntos base ha ganado fuerza.

Menciona también que habría que señalar que las proyecciones efectuadas en el marco de la preparación del *IPoM* incorporan como supuesto de trabajo una Tasa de Política Monetaria que llega hasta niveles por debajo de lo que espera el mercado, por lo menos con la información disponible hasta el día de ayer.

Por ello, con estos antecedentes, surge con bastante claridad la necesidad de proceder a un nuevo recorte de la Tasa de Política Monetaria, ya que si bien su nivel es ya bastante bajo, existe todavía espacio para actuar, lo que debe ser aprovechado.



En esa perspectiva, hace presente el Consejero señor Marshall que las opciones sometidas a la consideración del Consejo le parecen razonables, ya que están bastante alineadas por las expectativas de mercado. En todo caso, hace presente que en estas circunstancias, lo más importante será la señal que entregue el Banco sobre el curso futuro de la Política Monetaria y, en particular, sobre el nivel que podría alcanzar la TPM en este ciclo de ajuste.

Hace presente que como gran parte del ajuste se encuentra efectuado y la Tasa de Política Monetaria se ubica en un nivel bastante bajo, se podría sostener la conveniencia de dosificar o graduar los próximos movimientos, y mantener así una cierta capacidad de reacción hacia delante. Ello, llevaría a recomendar un recorte de sólo 25 puntos base en esta oportunidad.

Sin embargo, en estas circunstancias, un ajuste de esa magnitud sería interpretado como algo tímido, y sugeriría una convergencia de la Tasa de Política Monetaria hacia un nivel no muy distante del actual, lo que no resulta congruente con nuestras proyecciones. Para ser suficientemente equilibrado, un recorte de 25 puntos base requeriría ir acompañado de un marcado sesgo bajista, pero la combinación de ambas señales no sería fácil de leer o interpretar por parte del mercado.

La opción alternativa, de una rebaja de 50 puntos base, resulta más alineada con el escenario base y cubre de mejor forma el riesgo de que la debilidad de la demanda y las bajas tasas de inflación permanezcan por un tiempo prolongado. Por lo tanto, el Consejero señor Enrique Marshall señala que se inclina finalmente por esta opción, con un comunicado que deje abierta la posibilidad de nuevos recortes.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall vota por bajar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base, para dejarla en 1,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del staff que, en esta oportunidad, se beneficia de la cercanía del próximo *IPoM*. Agrega que hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la anterior Reunión, contenido en el párrafo dos de la minuta de Opciones.

Señala que a la información mencionada, vale la pena añadir, más que antecedentes, algunas reflexiones sobre el escenario internacional. En primer lugar, el Consejero señor Marfán señala que es posible que lo drástico de las caídas en crecimiento que se dieron a fines del año pasado y a comienzos de éste en las principales economías, sean también producto de un ajuste de inventarios y, por lo tanto, no se puede descartar la posibilidad de un repunte rápido en la actividad. En segundo lugar, señala que existe un elemento que ya se había anotado en la discusión, pero que quiere recalcar en su votación: la sincronía del ciclo económico anormalmente elevada, donde la desaceleración ha sido casi simultánea en muchas economías y es probable que la salida también lo sea. Finalmente, en tercer lugar, indica que a su juicio, las burbujas de excesos de endeudamiento y otros afines, normalmente son la consecuencia más que la causa de grandes desequilibrios y que esos grandes desequilibrios globales a los cuales se ha hecho referencia en otras oportunidades, no se han eliminado. En consecuencia, precisa que siguen habiendo riesgos importantes, especialmente en un cuadro de salida rápida de la actividad sin que haya ajustes en los precios relativos.



En lo interno, el Consejero señor Manuel Marfán señala interesante y relevante separar en la reducción de las perspectivas de inflación hacia delante, aquéllas que se explican por *shocks* de oferta y de demanda. Indica que, en ambos casos, la recomendación debiera ser reducir la tasa de política, pero por razones distintas. Si hay una desaceleración de la inflación por razones de oferta y se mantiene una tasa de interés nominal durante algún período, la tasa de interés real obviamente que es mayor. En consecuencia, por un puro y simple argumento del Principio de Taylor, la tasa de interés nominal debería, dependiendo del horizonte que se estime sea el adecuado para estos efectos, acompañar una reducción de las perspectivas de inflación. Agrega que en el caso de los *shocks* de demanda, la obligación de la política monetaria, en un esquema de metas de inflación, es estimular la demanda agregada para retornar también rápidamente al equilibrio que incluye la meta de inflación. Por lo tanto, señala que todo apunta a una reducción de la tasa y que nuestros modelos -y también el mercado- calculan que llegaría a niveles que están todavía muy por debajo del nivel actual.

En consecuencia, de las opciones que plantea la Minuta de la División de Estudios, el Consejero señor Marfán señala que se inclina claramente por la reducción de los 50 puntos base. En las actuales condiciones del ciclo es importante llegar rápido a la tasa de interés deseada, para efectos del impulso monetario que se requiere. Advierte que a juicio exclusivamente suyo, el único argumento que lo hace dudar, aunque no lo va a hacer cambiar su voto, es la probabilidad que la recuperación de la actividad sea más rápida que la prevista, ya que hay elementos que no permiten descartarlo, especialmente, como ya lo mencionó anteriormente, por el hecho que buena parte de la reducción de la actividad en Chile a fines del año pasado y a comienzos de éste, ha coincidido con un ajuste muy brusco de inventarios, que perfectamente no puede descartarse que tenga una reversión también rápida. Sin embargo, precisa que aún cuando esto es un escenario posible, el costo de equivocarse de rebajar de 50 puntos base en lugar de 25, en caso que se dé ese escenario, es mucho menor que el costo que tendría bajar la tasa en 25 puntos base cuando la hipótesis correcta es que la salida pudiera ser eventualmente más débil.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Manuel Marfán indica que su voto es por rebajar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que en la Reunión de Política Monetaria de abril pasado, se destacó que podrían ser necesarias reducciones adicionales de la Tasa de Política Monetaria en el futuro. Indica que existen dos antecedentes claves para la decisión del día de hoy: los desarrollos recientes de los últimos 30 días en el plano externo e interno, y el contenido del Informe de Política Monetaria en elaboración, con su análisis y evaluación del curso de la política monetaria futura que es coherente con la meta inflacionaria.

Menciona que los desarrollos recientes que más incidencia tienen en la decisión de hoy son, en el plano externo, la constatación de mayores signos de estabilización, especialmente en el plano financiero, en la forma de recuperaciones de los mercados accionarios, así como de reducciones en los *spreads* de crédito y premios por riesgo. Precisa que ello ha sido acompañado por un alza en los precios de los *commodities*, y signos de un repunte de la actividad industrial y de las expectativas de los agentes económicos.

Sin embargo, estos antecedentes, a los que se unen los ejercicios de tensión realizados a 19 bancos de carácter sistémico en EE.UU., más que reflejar el inicio de una recuperación, son indicativos de que se ha reducido la probabilidad de ocurrencia de los escenarios adversos más extremos.



El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que en el plano interno, la mejoría de las expectativas externas se ha reflejado en diversos indicadores financieros, particularmente en el mercado accionario. Agrega que el mercado financiero opera con mayor normalidad, y las tasas de colocación bancaria han continuado ajustándose a la baja, en tanto la emisión de bonos corporativos alcanzó niveles récord en abril. No obstante, el crédito bancario crece a tasas muy reducidas y el grueso de las operaciones son de refinanciamiento.

En materia de actividad, el IMACEC de marzo sugiere que la economía chilena se encuentra algo más cerca de una estabilización y se abre la posibilidad de que en el segundo trimestre pueda iniciarse una recuperación del crecimiento, al menos en términos secuenciales.

Sin embargo, tal vez, el más relevante de los antecedentes recientes es la cifra del IPC de abril, que no sólo estuvo medio punto por debajo de las expectativas del mercado, sino que mostró caídas en un amplio número de rubros, lo que sugiere que persiste un cuadro de debilidad generalizada en la demanda interna.

En tanto, las expectativas de inflación se mantienen a niveles coherentes con la meta de mediano plazo.

Sin embargo, el señor Vicepresidente señala que el antecedente más importante para la decisión de hoy es, sin duda, el contenido del Informe de Política Monetaria de mayo.

El diagnóstico de este Informe, luego de evaluar diversas trayectorias plausibles de recuperación de la economía chilena a partir del segundo semestre, es que la Tasa de Política Monetaria objetivo que garantiza la convergencia inflacionaria, se encuentra en torno al 1% en el tercer trimestre. Este nivel está algo por debajo de los valores que consideran las expectativas privadas.

Señala que en base a estos antecedentes, la Gerencia de División Estudios plantea dos posibles opciones de política: reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base, o bien, en 50 puntos base. En su opinión, sin duda cualquiera de las dos opciones permitiría acomodar el recorte de 75 puntos base, necesario para alcanzar una tasa de 1% en el espacio de un trimestre.

En tal sentido, destaca que en la medida que los riesgos sigan sesgados a la baja en materia de actividad e inflación, parece más apropiada una estrategia más proactiva y menos gradual, de manera de dejar al Banco Central mejor preparado para enfrentar escenarios alternativos.

Por otra parte, indica que si se tiene la percepción de que los riesgos se encuentran más equilibrados, la estrategia de reducción gradual tiene ventajas, ya que los minimiza ante cualquier cambio de escenario.

En su concepto, el antecedente que inclina la balanza a favor de un ajuste más proactivo es la cifra del IPC de abril, ya que sugiere que la economía sigue enfrentando un cuadro de debilidad generalizada de la demanda interna.

Frente a este cuadro, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que la opción de un recorte de 50 puntos base, tiene ventajas por sobre la opción alternativa; y también considera necesario incluir un sesgo en el comunicado que dé cuenta de la trayectoria



futura más probable de la Tasa de Política Monetaria que surge del Escenario Base del Informe de Política Monetaria de mayo, destacando que el período de relajamiento monetario se encuentra próximo a terminar.

En consecuencia, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux vota por reducir la TPM en 50 puntos base, hasta 1,25% anual.

El Presidente señor José De Gregorio señala que las noticias más recientes han presentado algunas sorpresas. En primer lugar, el IMACEC fue levemente sorpresivo al alza, pero no en una magnitud que permita cambiar la evaluación del escenario de debilidad económica durante el primer trimestre. Por su parte, el IPC de abril fue significativamente menor a lo esperado, confirmándose de este modo, un panorama de presiones inflacionarias muy contenidas. Agrega que este panorama se reafirma si a lo anterior se suma la apreciación del tipo de cambio en torno a 3% desde la última Reunión de Política Monetaria, y una evolución de los salarios coherentes con la meta.

Por último, indica que los temores a una propagación prolongada de los *shocks* inflacionarios acumulados desde el 2007 se han disipado, aunque no es posible descartar presiones subyacentes en algunos sectores específicos. En resumen, el señor Presidente señala que continúa un ambiente de debilidad en la actividad e inflación, con perspectivas de permanecer por algún tiempo por debajo de la meta de 3%.

Continuando con su votación, el Presidente señor José De Gregorio señala que se han presentado cinco registros de inflación negativa en los últimos 6 meses, lo que aumenta la probabilidad de tener por algunos meses, más adelante, registros negativos en 12 meses. No obstante, considera importante destacar que ello no constituye un período de deflación, entendido como una caída sistemática de los precios en un ambiente de una prolongada recesión. Al respecto, hace presente que con solo observar las comparaciones internacionales en materia de actividad, se puede concluir que nuestra economía está lejos de un proceso de debilidad como el que enfrentan las naciones desarrolladas y muchas economías emergentes, incluso con inflaciones superiores a la nuestra. Explica que lo que ocurre en Chile es que se están deshaciendo con rapidez los aumentos de precios que tuvieron su origen en un *shock* de precios internacionales y que ha estado sujeto a una propagación dentro de rangos normales. Sin embargo, advierte que un riesgo en materia internacional es que se configure un panorama deflacionario global, pero que tampoco se puede descartar un aumento de la inflación en el mediano plazo. Lo anterior, grafica el nivel de incertidumbre global.

Respecto de los niveles de actividad de la economía internacional, señala que hay algunos signos preliminares de que los países desarrollados estarían llegando al piso de su desaceleración, aunque no es posible descartar nuevas turbulencias. Con todo, precisa que el panorama externo sigue siendo altamente incierto así como la dinámica de actividad y de precios de la economía chilena.

En este contexto, se reafirma la necesidad de continuar con la relajación monetaria iniciada en enero para asegurar que la inflación proyectada converja a la meta. En su opinión, no hay novedades que sugieran desviar este proceso que se iniciara hace meses. En el margen, habría incluso señales parciales que lo reafirman como la noticia inflacionaria. Esta relajación es también coherente con un adecuado manejo de riesgos, en que la materialización de escenarios de mayor debilidad mundial, turbulencias financieras y presiones deflacionarias tendría costos mayores que los que se pudieran generar de la materialización de escenarios más auspiciosos. Agrega que lo se debe intentar prevenir son las consecuencias sobre la actividad y, consecuentemente sobre la inflación, escenarios que aunque menos



probables que algunos meses atrás, son de mayor deterioro global. Señala que tal como lo mencionara el Consejero señor Manuel Marfán en su votación, si la recuperación es algo más rápida por las noticias más recientes, estas mismas noticias indicarían que sería probablemente con inflación contenida. Así se ha justificado y se seguirá justificando una relajación monetaria *frontloaded* y significativa.

A juicio del Presidente señor José De Gregorio, la pregunta central que se debe empezar a responder es hasta donde llegará la Tasa de Política Monetaria y cuándo debería concluir este proceso. De las estimaciones discutidas por el Consejo en la preparación del *IPoM*, se concluye que ésta debiera situarse cerca de 1%. Si a ello se agregan consideraciones de manejo de riesgo en los escenarios más costosos, considera que se puede sostener una tasa de 0,75% en los próximos meses. Esto, es algo por debajo de lo que podrían predecir los modelos vistos hasta ayer, pero su magnitud es menor comparada con los costos de los riesgos que se enfrentan. Por lo tanto, estima que la Tasa de Política Monetaria debería llegar a ubicarse entre 0,75% y 1%. La siguiente pregunta es ¿cuándo? Al respecto, indica que su preferencia y las características de la situación actual, sugieren que ello debiera ocurrir luego, para así anunciar que el período de relajación monetaria habría concluido.

En este sentido, le parece razonable el argumento de las Opciones donde se señala que si en el *IPoM* se dice que se pronostica quedar bajo las tasas implícitas en la *forward*, hay que hacer una rebaja de 50 puntos base en la Reunión de hoy. De esta forma, se podrá estar a niveles en que el proceso de rebaja de tasas culmine en la próxima Reunión. Finalmente, el señor Presidente señala que el sesgo de hoy no puede ser igual a los anteriores, ya que debiera indicar que el proceso está concluyendo.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio vota por rebajar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base a 1,25%.

138-01-090507 – Tasa de Política Monetaria.

En consecuencia, el Consejo aprobó por la unanimidad de sus miembros, rebajar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base hasta 1,25% anual.

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,25% anual.

En el ámbito externo, algunos datos recientes sugieren que las perspectivas de crecimiento global para este año han tendido a estabilizarse. Aunque la incertidumbre persiste, las bolsas han repuntado y los precios de los productos básicos, en particular del cobre y del petróleo, han aumentado.

En el plano interno, la información disponible para la actividad del primer trimestre de este año sigue mostrando tasas de variación interanual negativas, explicadas fundamentalmente por la fuerte caída observada a fines del año 2008. El desempleo ha aumentado. Las condiciones crediticias se mantienen estrechas, pero están reflejando el impacto del mayor estímulo monetario.



En abril, el conjunto de indicadores de inflación mostró reducidas presiones inflacionarias. La dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos. Se prevén bajos registros de inflación anual en los próximos trimestres, mientras que las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen estables.

El Consejo no descarta que sea necesario reducir nuevamente la TPM. Con ello, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:25 horas.



JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero



ANDRÉS VELASCO BRANES
Ministro de Hacienda



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDIVAR
Ministro de Fe (S)